

コーポレートガバナンス・コードの改定とプラクティスにおける課題と展望 —株主の対話とエンゲージメント、情報開示、資本コストなどを通じた企業価値向上に向けて—

藤川 信夫*

第1章 問題意識—コーポレートガバナンス・コード改定、対話ガイドラインと課題—

コーポレート・ガバナンス改革については企業における独立社外取締役の選任等の対応が進んでいるが、ガバナンスの実質面において以下の課題が指摘されている。⁽¹⁾①経営陣と投資家との間で、資本コストの水準の把握や企業のリターンが資本コストを上回っているかに関する認識に相違があり、かかる要因等を背景に事業ポートフォリオの見直し等の果敢な経営判断が必ずしも十分に行われていない。②企業の手元資金について、多くの投資家が適正水準を上回っていると認識し、設備投資、研究開発投資、人材投資等に十分活用されていない。③CEOの選解任に関し、指名委員会の設置等は進んでいるが、選解任の具体的基準の整備は途上であり、後継者計画も取締役会による十分な監督が行われている企業は全体の4分の1程度に留まっている。④取締役会構成をみるとジェンダー、更に国際性の面において必ずしも多様性が十分に確保されているとはいえない。⑤政策保有株式について、多くの投資家から企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率ではないか等の指摘があるにも拘わらず、必ずしも保有目的や効果についての検証が十分行われていない。こうした指摘を踏まえ、フォローアップ会議において政府の「新しい経済政策パッケージ」(2017年12月8日閣議決定)に沿って提言が行われ、2018年6月「投資家と企業の対話ガイドライン」(対話GL)策定とコーポレートガバナンス・コード改訂が行われた。⁽²⁾本稿は改訂コードの内容を踏まえて今後の我が国企業のガバナンス改革について敷衍し、一定の私見を提示せんとするものである。⁽³⁾

第2章 改訂コードの内容とプラクティス

1. 改訂コードの概要—ガバナンス報告書、対話ガイドラインの位置付け—

(1) ガバナンス報告書

上場会社は改訂コードに関する事項(各原則を実施しない理由を含む)について記載したコーポレート・ガバナンス報告書(有価証券上場規程第419条第1項)を速やかに平成30年12月末日までに提出する必要がある。プリンシプルベースに基づき、コンプライ オア エクスプレイン(遵守せよ、さもなければ説明せよ)が求められている。⁽⁴⁾

(2) 対話GLの位置付け

対話GLは機関投資家と企業との対話において重点的に議論することが期待される事項を取り纏め、コーポレートガバナンス・コードとステewardシップ・コードの附属文書と位置付けられ、それ自体について実施(コンプライ)か説明(エクスプレイン)かという対応を求められるものではない。各原則を実施する場合、実施しない理由の説明を行う場合に対話GLの趣旨を踏まえるこ

*ふじかわ のぶお 日本大学 特任教授

とが期待されている。

2. 分野毎にみた改訂コードの内容

(1) 経済環境の変化に対応した経営判断および投資戦略・財務管理の方針—資本コストの的確な把握—

(イ) 経営戦略や経営計画の策定・公表（原則 5-2）

事業ポートフォリオの見直しなどの果敢な経営判断と方針の明確化を求める。改訂コードでは経営戦略や経営計画の策定・公表は自社の資本コストを的確に把握した上でなされるべきことが明確化され、資本コストの強調は改訂における顕著な特徴を形成している。資本コストは自社の事業リスクなどを適切に反映した資金調達コストで資金提供者が期待する収益率と考えられ、適用場面に応じて株主資本コスト、WACC（加重平均資本コスト）、CAPM（Capital Asset Pricing Model 資本資産評価モデル）、配当割引モデル DDM（Dividend Discount Model ゴードンモデル）が用いられる。

(a) WACC（Weighted Average Cost of Capital 加重平均資本コスト）：資金提供者側の期待収益率。 $WACC = \text{株主資本コスト} \times \text{株主資本比率} + \text{負債コスト} \times (1 - \text{税率}) \times \text{負債比率}$

(b) CAPM（Capital Asset Pricing Model）の資本資産評価モデル（証券市場モデル）：株主資本コスト = 株主が企業に期待する利回り = リスクフリーレート + β （当該企業の株式市場全体に対する感応度） \times リスクプレミアム（市場全体の投資利回り - リスクフリーレート）

(c) 配当割引モデル DDM（Dividend Discount Model ゴードンモデル）：株価は将来の配当額の割引現在価値に等しく現在の株価から割引率を逆算する。株主資本コスト = 割引率 = 投資に対する期待収益率 = $D1/P + g$ （次期配当利回り + 成長率）。 $g = \text{配当成長率} = \text{ROE（自己資本利益率）} \times (1 - \text{配当性向})$ 。 $P = \text{株価} = (\text{配当金}) / (\text{期待収益率} - \text{成長率})$ 。

(ロ) 投資戦略・財務管理の方針（原則 5-2）—資本政策の基本的方針、経営資源の配分等—

資本政策は上場会社が事業遂行上、必要とされる資本・負債の調達、株主還元、資本・負債の比率と手段など資本管理政策をいい、ターゲット・レバレッジや資本調達を行う投資計画なども含む。

(2) CEO の選解任・取締役会の機能発揮等

(イ) CEO の選解任・後継者計画

取締役会の役割として、客観性・適時性・透明性ある CEO（最高経営責任者）の選解任プロセスの確立（独立した指名委員会活用等）を図るべきとする。客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて資質を備えた CEO を選任する（補充原則 4-3 ②）。CEO が機能を十分発揮していないと認められる場合に CEO を解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立する（補充原則 4-3 ③）。CEO 等の後継者計画の策定・運用に主体的に関与し、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われるように適切に監督を行う（補充原則 4-1 ③）。監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合、独立社外取締役を主要構成員とする任意・独立した指名委員会・報酬委員会などを設置し、独立社外取締役の適切な関与・助言を得る（補充原則 4-10 ①）。

(ロ) 経営陣の報酬決定

取締役会は経営陣の報酬が持続的成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう客観

性・透明性のある手続に従い報酬制度を設計し具体的報酬額を決定し、中長期的業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである（補充原則 4-2 ①）。

(ハ) 取締役会の機能発揮

取締役会の構成の多様性にはジェンダーや国際性の面を含むことが明確化され、多様性と適正規模を両立する形で取締役会を構成すること（原則 4-11）、多様性および規模に関する考え方を定めて開示することが求められる（補充原則 4-11 ①）。

(ニ) 独立社外取締役の選任・機能発揮

改訂コードでは①独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきこと（原則 4-8 前段）の記述は維持しつつ、②少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は十分な人数の独立社外取締役を選任すべきとされた（原則 4-8 後段）。

(3) 政策保有株式

(イ) 政策保有株式の適否の検証等

政策保有株式については有価証券報告書において銘柄・株式数・貸借対照表計上額および保有目的が開示されていたところ、改訂コードでは明示的に縮減に向けた方針等の開示が求められ、個別の政策保有株式について資本コストの観点も含め保有の適否等を検証すべきとされた（原則 1-4）。

(ロ) 政策保有株主との関係

自社の株式を政策保有させている発行会社に対する規律付けが導入された。上場会社は、自社の株式を政策保有株主から株式売却等の意向が示された場合、取引縮減を示唆するなどにより売却等を妨げるべきではなく（補充原則 1-4 ①）、政策保有株主の間で取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない（補充原則 1-4 ②）。

(4) アセットオーナー

ガバナンス改革を深化させ、インベストメント・チェーンの機能発揮を促すためには最終受益者の近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に働きかけ、モニタリングを行うアセットオーナーの役割が重要とする。

上場会社は企業年金積立金の運用が従業員の安定的な資産形成、自らの財政状態に影響を与えることを踏まえ、専門性を高め適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置など人事・運営面における取組みと内容開示を図り、企業年金の受益者と会社の間を生じ得る利益相反の適切な管理を図るべきである（原則 2-6）。

第3章 改訂コードの制度設計とプラクティスの課題

1. 制度設計の視点—会社法とコードのあり方—

私見を交えつつ改訂コードの制度設計とプラクティス面の課題について考察したい。大規模公開会社の規律付けに関しては中小零細企業も対象に含む会社法（ハードロー）ならびに取引法としての金融商品取引法が存在するのみで公開会社法制を持たない我が国の場合、詳細はソフトローとしてのガバナンス・コードに委ねざるを得ない背景がある。上場規則としてエンフォースメントは一定程度備えるが、ソフトローによる規律付けも限界もあり、今後は税制を含めてハードローのインフラ面整備の必要性がある。

また各省庁の縦割り行政の中、重点領域のガバナンスについて経産省もコーポレート・ガバナ

ス・システム研究会の中間報告、改訂 CGS ガイドライン（2018年9月28日）による実務の参考例（プラクティス）を示しているが、エンフォースメントは備わっていない。各省庁間で一応の役割分担、情報共有は図られ、今後一体的な策定、運用が進めば攻めのガバナンスの実効性も一層向上しよう。

2. 制度設計とプラクティスの要諦

(1) 経営環境の変化に対応した経営判断の制度設計とプラクティス

コードの実質化の観点から実務面における制度設計が細かく定められるに従い、ガバナンス制度の本来有する柔軟性が失われる恐れがある。4つの課題の中でも、特に企業への影響が大きい「経営環境の変化に対応した経営判断」と「CEOの選解任・取締役会の機能発揮等」に焦点を当て考察したい。⁽⁵⁾

「経営環境の変化に対応した経営判断」では自社の資本コストの的確な把握がポイントとして挙げられるが、企業が資金調達する場合のコストを意味し、負債（他人資本）調達のみならず株主資本（自己資本）にも発生する。改訂コードのパブリックコメントでは WACC 等に言及しているが、⁽⁶⁾最適資本構成を念頭に置くものと考えられる。

負債コストである金利は每期変動し得るもので、加えて銀行側の与信評価、あるいは社債における格付け機関の審査結果も必ずしも一定ではない。一方で、株主資本コスト（Cost of Capital）は株主が期待する収益（Expected Return）率であると説明されるが、改訂版では規定としての明示はされていない。しかも株主コストは配当還元モデルや CAPM で算出しても割引率、ベータリスク（ β ）などの選定において恣意性が入り込みやすいことがつとに指摘されている。資本コストの開示や説明をすることも企業側が苦慮することにならないだろうかと案じられる。実際には中期経営計画の投資プロジェクトにおける投資採算や投資回収年数などを踏まえ、予想バランスシートあるいは資金計画表を策定することになる。企業はこの前提で整合性をもって資本コストを算定、更には説明することになる。

資本コストについて正しく理解する独立社外取締役の資質も求められる。M&A（企業買収）の計画段階におけるデューデリジェンス（Due diligence 詳細調査）の理解、戦略決定におけるノウハウなどに関して企業経営の経験値の備わった社外人材の発掘が重要となろう。

「経営環境の変化に対応した経営判断」では、企業に対して果敢な経営判断とその方針の明確化を求めている。この実行には企業が積極的にリスクテイクを行った場合の報酬面などにおけるインセンティブ付けが重要となる。但しコードに準拠してインセンティブ報酬を導入しても実際にはなかなか損金算入されにくいという税制面の制約があるため、今後はハードローの規律付けとしての制度整備が求められる。

他方で積極的なリスクテイクを行った結果として多大の損害が生じた場合、法令・定款に違反しないとしても次の段階として善管注意義務、任務懈怠、あるいは監視義務当を問う形で株主代表訴訟による責任追及の可能性が生じる。

取締役会の監督と執行を分離し、社外取締役など十分に配してモニタリング機能を重視したはずの組織において、経営執行陣における戦略のミスに対する監督責任の追及が個々の取締役に対して実際には十分なされていない現状が背景にある。集団的責任（group thinking）、あるいは経営判断原則（business judgement rule）による壁ともいえる。リスクテイクをした結果、特に会社の

破綻に繋がりにかぬない経営ミスを招来した場合は刑事責任を含めた経営者の責任を追及する手段があってもいいのではないかと考える⁽⁷⁾。

実務のプラクティスをコードに落とし込むに当たり、英国の2018年改訂ガバナンス・コードのように（原則F-I、各則9-16ほか）、取締役会議長の役割分担の明確化、筆頭独立社外取締役⁽⁸⁾を一般株主の利益代表として株主との対話の窓口にするほか、取締役会議長に対する監督・評価を行う責任の明確化も考えられる。独立社外取締役に対する社内外の情報が集まりやすくする組織内整備も重要であり、単に内部監査部の充実や監査委員会、外部監査人との連携（三様監査）を深めれば解決できる問題ではない。

英国改訂コードでは、非業務執行取締役は建設的な批判（constructive challenge）、戦略的な指導および専門的な助言を行い、経営陣に対して責任を問うべきとする。取締役会議長は取締役会を統括し、取締役会の実効性に責任を担い、客観的判断（objective judgement）と寛容で闊達な企業文化（a culture of openness and debate）を推進し、各取締役に正確且つ明確な情報提供を確保すること（原則F）、CEOと分離すべきこと（各則9）、主要株主と定期的エンゲージメントを図ること（各則3）など重要な役割を担う。独立非業務執行取締役（Independent Non-Executive Directors）の1名を筆頭独立社外取締役（Senior Independent Director）として指名し、他の取締役と株主との仲介人（an intermediary）の役割を果たさせる。Senior Independent Director主導により、年1度は取締役会議長の職務執行を評価する会合を取締役会議長不在の下で行うとする（各則12）。

次に経営の失敗を未然に防ぐべく事前予防の視点から、重要なM&A（企業買収）のデューデリジェンスの局面において社外取締役が場合によっては計画にストップをかけられるように資質の向上を図り、また必要な情報を収集するべく情報開示請求権付与を制度化することも考えられる。またグローバル企業では海外現地法人（overseas affiliated company）や合弁企業（Joint Venture）などにおける税制や税率の相違もあり、グローバル内部統制とコンプライアンス態勢整備など、いかにグローバルに整合性と実効性のある組織設計を行うかが中期経営計画の策定などにおいても重要になるろう。

取締役会の多様化については、ジェンダーとともに国際性の文言が改定コードに入ったが、グローバル展開を行う企業では外国人の社外取締役あるいは国際経験の豊富な人材の選任が求められ、社外役員の人材不足の露呈が女性の経営経験者のみならず、深刻化することになるろう。

(2) CEOの選解任・取締役会の機能発揮等の制度設計とプラクティス

CEOの選解任においては、任意の指名・報酬委員会の導入が事実上強制されることになるが、監査等委員会設置会社を導入した企業では指名権や報酬権限がCEOから剥奪され、監査等委員会設置会社の持つメリットが少なくなるリスクもある。また任意の委員会であれば米国型の指名委員会等設置会社と異なり、最終的には取締役会で新任役員の指名議案を決定することになるため、取締役会規定などにおいて任意の指名委員会で決定した事項をいかに尊重するのかを書き込んで担保することになるろう。

3. 更なる実効性確保に向けて—リスクマネジメント、独立役員機能—

(1) 会社法規律におけるリスクマネジメントの齟齬

アベノミクスにおける果敢なリスクテイクを促す攻めのガバナンスと「損失の危険の管理」（会

社法上の内部統制システム)の記載に不調和感を禁じ得ない。

(2) 独立社外取締役の機能、役割と責任の不明確さ

戦略・経営計画、コンプライアンス、経営陣を指名する目利きなのか、求められる専門性はなにか、大学教員や弁護士などの独立役員に次期社長選定の判断がどこまで可能かという疑問が残る。⁽⁹⁾ 経験や実績のある異分野の社外人材をCEO(常勤)に招聘することとは別異の要因となろう。

株主との対話において、その相手は経営陣なのか、独立社外取締役か、独立社外取締役を株主の利益代表とすれば根本的に矛盾があると指摘されている。⁽¹⁰⁾ また株主における短期主義の弊害が唱えられる中、長期的企業価値向上を目指す根拠などが重要になるが、企業文化、風土などの相違する我が国ではこれまで経営陣は相対的には中長期的視点に立った経営を行ってきたのではないかと思料される。

(3) 第三者独立委員会における役割との異同性

第三者独立委員会における役割について、取締役会評価(Board Evaluation)も同様の問題を内包するが、企業・CEOの目線で行うのか、あるいはステイクホルダーの目線か、後者の場合には役員人事、法的責任追及には言及せず、事実関係の把握や精査、再発防止策の提示止まりとなり易い側面もある。社外役員(取締役・監査役)も第三者委員会に入るべきかという疑問もある。

コーポレートガバナンス・コードは、規範(ソフトロー)であるにもかかわらず、上場規則として一定程度の強制力を備えている。改訂に伴い実務面における制度設計が細かく決められるにつれてコーポレート・ガバナンス制度が本来持つ柔軟性を失う恐れがある。コードのようなソフトローと会社法のハードローがミックスした制度整備におけるエンフォースメント(法律の執行)の実効性をいかに確保するかが課題となる。とはいえ、コード改訂はガバナンス改革によって中長期的な企業価値向上に繋げるといふ攻めのガバナンスの実現過程を示すものであると評価できよう。

第4章 英国コーポレートガバナンス・コード改訂と我が国への敷衍

1. 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の構成

Financial Reporting Council(英国財務報告評議会)は2018年7月16日英国コーポレートガバナンス・コード(UK Corporate Governance Code UK CGC)の改訂版を公表した。2019年1月1日以降開始の会計年度から適用される。主要な改訂点を纏めると、⁽¹²⁾①従業員とステイクホルダーについて取締役会に対し従業員とのエンゲージメントの強化、考え方や意見の理解に努めることを求めている。Provision3では、取締役会は労働者(workforce)の意向を収集する方法を確立すべきとし、労働者から取締役を選任、労働者諮問委員会設置、労働者の意向調査を担当する社外取締役設置の3種類があるとする。メイ首相は労働者を代表する取締役の選任を法制化すると公約していたが、任意の選択肢として示されたに留まっている。②取締役会に戦略と企業価値を整合させる企業文化創造を求める。③多様性推進のために取締役会刷新とサクセッション(後継者育成)計画着手の必要性が強調され、指名委員会の役割を強化し外部評価機関と取締役会や個々の取締役との関係を詳細にレポートすべきである。④報酬委員会は取締役の報酬を決定するに際して従業員の報酬や関連するポリシーを考慮すべきである。

2. 改訂英国コードの我が国への示唆、開示と説明責任

従業員の経営関与に関して、英国会社法(The Companies Acts of the UK 2006)では従業員の利益を取締役が株主全体の利益のために行為する場合の考慮要素に留めるが、改訂コードは取締役

会における議論、意思決定において従業員の視点を取り入れることに意欲を示している⁽¹³⁾。従業員が内部昇進し取締役会の大半を占める日本とは雇用慣行、社会構造の相違が背景にある。我が国の場合、従業員に比べて株主の位置付けが必ずしも高くなく是正を図っている過程にあるが、企業がステイクホルダーとして重視する対象に関して英国とは正反対を指向している感が窺える。

改訂英国コードについては以下の点が我が国コードへの示唆として指摘され、2018年改訂を経てなおも抱える課題として認識されよう⁽¹⁴⁾。

①取締役の選任は正式かつ厳正で透明性のある手続きに従って行われるべきである（原則J）。②指名委員会の責務として後継者計画の整備が規定され（原則J）、内容を年次報告書で開示することが要請される（各則23）。③会社法第172条の成功促進義務と絡めて、報酬方針（Remuneration Policy）と実践が長期的かつ持続的な成功を促進するように設計されるべきとし、業務執行取締役の報酬は長期戦略達成と明確に結びつくように設計されるべきで（原則P）、その関連性について具体例を用いて説明することが求められる（各則41、40）。報酬決定において当該取締役は自身の報酬決定に関与すべきではない（原則Q）。非業務執行取締役の報酬は定額とすべきことを要求する。業務執行取締役の株式長期保有を促進すべく業務執行役員に株式報酬導入が求められ（各則36）、長期保有株主の利益に合致する業務執行により長期保有株主の投資を呼び込まんとする。④任意の諮問型委員会に関して、英国コードは指名・報酬・監査委員会の存在を前提とし、指名委員会では独立業務執行取締役を過半数、報酬委員会ならびに監査委員会では独立業務執行取締役を3名以上とすることが規定される。英国でも女性取締役の多くは非業務執行取締役に留まり、業務執行取締役の比率は少ない⁽¹⁵⁾。

今後は長期的視点に立った経営の前提として企業文化やステイクホルダーへの配慮が求められるが、我が国では企業価値、戦略と結び付けた議論がされなかった点もガバナンスの枠組みに与える影響として注視される。

第5章 終わりに—コードの展望とガバナンスのコンバージェンスを踏まえて—

1. コードの実質化とプラクティス、対話・エンゲージメントとESG投資ならびに資本コストおよび企業価値向上

攻めのガバナンスに向けて不祥事防止に留まらず、中長期的に企業価値向上ひいては我が国経済の再活性化を図るべく、ガバナンス改革を成長戦略の骨子に据えた制度設計が継続的に政府主導ともいえる形で推進されている。コードの実質化ならびにプラクティス、株主・機関投資家と経営陣の対話・エンゲージメントを進め、中長期的企業価値向上と持続的成長を図らんとする政府・金融庁、経済産業省あるいは証券取引所の方向性は基本的に是とされよう。

独立社外取締役導入は上場企業においても急速に進み、今後は取締役会過半数を目途とし、ダイバーシティあるいは資本コストに基づく資本政策改善など、形式的対応から実質化に向けた段階に移行しつつあることが窺える。

株主との対話、エンゲージメントあるいはステイクホルダーやESG（Environment、Social、Governance）⁽¹⁶⁾など非財務情報、国連の提唱するSDGs（Sustainable Development Goals）への配慮も強く求められ、ESGリスク・対話と資本コストへの反映などの実質化も経営陣として焦眉の急となっている。

ESGファクターは単独で精査するものでなく、資本生産性や財務戦略と一体となって初めて評

価が可能となること、ESGは長期投資家にとって潜在的財務リスクであること、資本生産性と持続性（ESGファクター）を踏まえた対話の効果として機関投資家はバリュエーション評価にプレミアムを付し、株主資本コスト低下によって企業価値が株価に反映されやすくなることが指摘されている。⁽¹⁷⁾

2. 英国コード改訂とガバナンスの収斂、プラクティス向上に向けて

以下、若干の私見を提示しておきたい。コードはソフトローではあるが、上場規則として実質的に強いエンフォースメントを持ち、今後は会社法などハードローからの委譲、根拠付けを受け、エンフォースメントの強化などを進めると共に、他方ではコードとしてプリンシプルベースに留まる限りはプラクティスの例示など経済産業省が進めているCGSガイドラインの有用性も高まるとみられる。改訂CGSガイドラインでは、独立社外取締役（改定コード原則4-8）の活用方法として独立社外取締役が取締役会の議長を務めることの有用性が提唱されている。任意の諮問委員会（改定コード補充原則4-10①）では設置目的、諮問対象者・諮問事項、委員会構成、取締役会との関係、委員会の実効性評価、行うべき事項とスケジュール、委員会の事務局について細かく視点が提示され、また後継者計画の策定の参考としてロードマップの立案など7つのステップが提案されている。⁽¹⁸⁾

企業買収防衛策のケースのような一種の裁判規範性もCGSガイドラインに期待しうるので、逆にガイドラインが詳細に亘れば単なる事例集に留まることも考えられ、またガバナンスの本来有する企業や個別業界ごとの柔軟さも失いかねないリスク等もある。

我が国コードが範としてきた英国コードも改訂によって従業員出身の取締役の重視など新しい動きが見られ、我が国では逆に社外人材の確保が課題のところ、ガバナンスの収斂（convergence）ともいえる傾向が顕現化しつつある。CEO、社外取締役共に流動的な人材市場の蓄積のある欧米ガバナンスモデルへの転換期にあり、社外取締役に期待される役割・機能のコンセプトが一定しないこと、モニタリングモデルとしつつ社外取締役を大半の構成員とする取締役会を本格的に機能させるには一抹の危うさが残ることなどの背景には、こうしたズレの存在もあろう。

経営陣の流動化市場が確立しない現状のままでコード改定などにより米国型モニタリングモデル確立を急いでいること、ガバナンスの目的意識が欧米のコンプライアンス中心と異なってリスクテイク推進に置かれること、戦略・経営面の機能を求める中で実際には法律・会計知識などの専門人材を社外役員に登用する事例が多いこと等が社外取締役の役割等を巡る議論が我が国で未だ一定しない要因の1つと史料される。

欧米では大半が外部出身者の下で取締役会が運営され、戦略面や経営の妥当性の評価なども規律してきた歴史がある。だからこそ社外役員主導下においてエンロン事件、リーマン金融危機など短期主義（short-termism）による不祥事が頻発している。反面で我が国は従業員人材の蓄積、昇進構造の下で経営が規律され、不祥事は相対的には高いともいえず、寧ろリスクテイクの欠如が浮かび上がってきた。融資の不正などリスクテイクと著しい不正の境界領域の問題事例が頻発し始め、企業文化あるいは統制環境（control environment）面の改善が強く求められる段階に移行している部分もある。形式的には社外役員を多く導入し、モニタリングモデルを形式面では充足しつつある段階での不祥事が再び表面化してきた点（スルガ銀行事件など）、改めて社外取締役の目利きとしての役割と機能に注目が集まる。⁽¹⁹⁾ 現状では活用されない感のある監査役等の差止請求権を用いる

プラクティスもあり得よう。

かかる情報の遮断された組織態勢について、会社法上は社外取締役も取締役会のメンバーであり、内部統制システムが利用可能なことで充足できるとしているが（監査役会設置会社の場合は補助者が必要）、実際には機能し難い場合が少なくないとすれば、根本的に法制度設計自体の見直しも検討の必要があろう。

米国などのように特定の法律、会計など専門分野出身の社外人材にも経営面の知見の発揮が期待できるのか、内部取締役自体にも当該企業の全分野に亘って詳しい人材など存在せず、社外役員だから逆にあらゆる事象に精通してオールマイティに的確に声を発する必要があるのかなどモニタリング機能型取締役会の実質化のテーマとして議論が望まれる。

社外取締役を過半の構成員とすれば取締役会に求められる機能は監督面主体にならざるを得ず、短時間で取締役会を終了することを会社側から余儀なくされ、結果的に形骸化して報告中心に墮する怖れもなしとしない。近時の不祥事例もこうしたパラドックスに一因があるといえよう。

またCEO（最高経営責任者）、COO（最高業務執行責任者）、CFO（最高財務責任者）、顧問や相談役などの概念は会社法になく、上場規則がハードロー・ミックス化するのであれば会社法との用語、概念の統一も求められる。実務のプラクティスの範を示す場合にも同様の課題が生じることを指摘しておきたい。

3. 指名委員会と社外取締役の判断・機能

我が国の場合、特に金融業界などCEO候補者は入社以降の比較的早期の段階で周囲の一致するコンセンサスが形成され、幹部候補生として育成ローテーションを受けることも多い。社内の長年に亘る暗黙知をサクセッションプランという比較的短期間の経過実績やプレゼンテーションの仕方などを通じた社外役員の日利きによって覆すことが当該企業の企業価値向上の視点からみて果たして妥当なのか。社内の従業員もまた配慮されるべきステイクホルダーの一翼であろう。

指名委員会（法定、任意）に内部取締役としてCEO、COOが加わる場合、多数を占めるとしても社外取締役は実際にはCEO等の意見に依拠することも多いともいえる。もっとも近時、外部役員が後継者選定において決定的な役割を示す事例も出現しつつある。低金利継続、FinTech台頭など環境変化が激しい場面で銀行のビジネスモデルも抜本的な変容を迫られ、しがらみのない外部の的確な日利きこそ変革のために求められるとも考えられる。

日産自動車のガバナンス態勢については、取締役会がスリム化され、うち社外取締役3名（2018年3月末）と3分の1を占めガバナンス・コード（原則48）に準拠しているが、独立した指名委員会が存在せず、経営の目付け役を担うべき筆頭株主の最高経営責任者との兼務関係等が指摘されている。⁽²⁰⁾

4. 独立社外取締役のリスクガバナンス機能

他方で、独立社外取締役の果たす能力・役割に懐疑的な企業も数は少ないが散見される。⁽²¹⁾社外役員にはM&Aのデューデリジェンスなど企業戦略、あるいはコンプライアンス局面におけるストッパー役を期待されていると自負するケースが少なくないと思われるが、単なる反対意見の固執に留まらず、前向きな代替案を提示し得るのか。今後はコンプライアンスのみならず、欧米型の経営戦略助言などの機能を委ねるのであれば、企業戦略を停滞させることが主な役割ではないはずで、グローバル企業としての迅速な企業行動に資する視点も求められよう。

独立社外取締役にコンプライアンスのみならず、リスクガバナンスの機能を担わせるとすれば、最終の第3の防衛線には通常議論がされるような内部監査ではなく取締役役会のリスクガバナンスの機能を配するという最近の米国研究者から提示された考え方にも親和するといえようか。社外取締役にCRO（Chief Risk Officer 最高リスク管理責任者）の監督機能を委ねるとすれば、我が国独自の攻めのガバナンスのスキームにおいて社外取締役を経営陣あるいは株主利益の代表のみでなく、ステイクホルダー側の代表として株主とエンゲージすることの意味合いとも整合しよう。株主を広義のステイクホルダーに含める考えもあろうが、株主利益と顧客・従業員・地域社会などの利益が相反する局面は想定でき（ESG投資局面など）、その場合の株主との対話の機能を担うことになる。執行サイドの経営陣、社外取締役および株主の3極構造がイメージできる。前提としてかかる資質を社外取締役に要求することになるが、本来の専門領域が異なっても今後人材市場の流動化などが進展し、人材の蓄積も進めば十分機能を担えるものと期待される。

英国改訂コードでは主要なリスクについての評価、リスクマネジメントおよび内部統制システムの監督と実効性評価は取締役会の役割とする（原則O、各則28、29）。資本コストも含めたリスクガバナンスについて本来的には業務執行の領域に該当するため、業務執行取締役（Executive Directors）を含めた取締役会全体の責務としていたと思料されるが、①我が国ではステイクホルダーに対する配慮がコード前文に書かれ、無過失責任を伴う利益相反あるいは株主と他のステイクホルダーの相克の局面も想定されること、②攻めのガバナンスとして業務執行陣による積極果敢なリスクテイクが求められること等から、そのマネジメントにおいてはリスク委員会委員長としてのCROを業務執行を離れた独立社外取締役に担わせることの合理性はあると考える。

英国では非財務情報の開示に関し、財務諸表注記と財務諸表外のリスク情報を一括した報告書として補足・追加・補完情報を開示するNarrative Reporting (NR)⁽²³⁾、Operating and Financial Review（営業・財務概況 OFR）の他、会社法は取締役報告書（Directors'Reports）で開示を強制するBusiness Review（事業概況 BR）⁽²⁴⁾作成を義務付け、リスクマネジメント促進、持続的成長を図らんとしている。

監査委員会の実効性を担保する上で内部監査機能の独立性が議論となるが、2018年8月3日米国連邦準備制度理事会（FRB）による大型金融機関のコーポレート・ガバナンスに関する提案（Board Effectiveness Guidance 取締役会の実効性に関するガイダンス）⁽²⁵⁾でCAE（Chief Audit Executive 最高監査責任者）の役割が言及され、外国銀行組織に対するブルーデンス規制強化としても注視される。

ルールベース主体の米国においても英国同様にスチュワードシップ・コードの考え方を取り込み、経営陣とのエンゲージメント・対話に向けて独立社外取締役を株主のスチュワード（執事）として経営陣から独立させ、経営戦略に踏み込んで機関投資家の意見を伺う傾向が窺える。全世界的にガバナンスの方向性は収斂すると見られる中、我が国も当面は独自のガバナンスモデルを模索しつつ丁寧に諸課題を解決し、企業も統制環境を備えた全社的リスクマネジメントと共に、業界環境や企業文化・経営理念等の相違も踏まえた自社に最適なガバナンス体制を構築することが求められている。

(1) 金融庁「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～（平

- 成 30 事務年度)」(2018 年 9 月) 46-49 頁。
- (2) 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2018 年 6 月 1 日)、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」(2018 年 6 月 1 日公表)。
 - (3) 日本リスクマネジメント学会全国大会報告「コーポレートガバナンス・コード改訂と対話ガイドラインの策定にみる新たなリスクマネジメント—CEO・取締役会、任意の独立委員会、資本コスト等を中心に—」於関西大学(2018 年 9 月 29 日)を基にしている。
 - (4) 有吉尚哉・五十嵐チカ「コーポレートガバナンス・コード改訂と対話ガイドラインの策定～パブリック・コメント結果を踏まえて」西村あさひ法律事務所金融ニューズレター 2018 年 7 月号 1-11 頁。田原泰雅・渡邊浩司・染谷浩史・安井桂大「コーポレートガバナンス・コードの改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の解説」商事法務 No.2171(2018 年 7 月 5 日) 4-20 頁、渡辺邦広「コーポレートガバナンス・コードの改訂と CEO・取締役会」商事法務 No.2173(2018 年 7 月 25 日) 4-30 頁、谷口達哉「コーポレートガバナンス・コードの改訂と政策保有株式」商事法務 No.2172(2018 年 7 月 15 日) 13-20 頁、中村慎二「コーポレートガバナンス・コードの改定と資本コスト」商事法務 No.2174(2018 年 8 月 5 日) 41-51 頁。
 - (5) 拙稿「コーポレートガバナンス・コードの初めての改訂—コードと会社法が混在する中、ハードローミックスによる実効性確保が課題」Regulations Vol.14(2018 年 9 月) 18-19 頁。
 - (6) コード・パブコメ回答 35 番。
 - (7) 拙稿「英国金融法制と Senior Management Regime—コーポレート・ガバナンス・コードの交錯、裁判例を通じたソフトローの変容、上級管」理者機能(SMFs)および域外適用—」日本法学第 81 巻第 2 号(2015 年 10 月 20 日) 1-61 頁。
 - (8) 英国では取締役会は業務執行取締役と非業務執行取締役に二分され、理論上は内部者の独立非業務執行取締役も想定され、英国コードの各則 9 の記載では独立性を有すると考える非業務執行取締役について、と書かれ非業務執行取締役は全員が独立性を有するかは文言からは必ずしも一義ではない。もっとも実際には独立社外取締役に指している場合が多いと思料される。業務執行取締役と非業務執行取締役(社外者と内部者を含む)の協同による取締役会運営、業務監査等におけるメリットに関して、2015 年改正会社法で導入された監査等委員会設置会社では外部者・内部者の監査等委員の協同により内部情報に知悉した監査・監督が行い得る点が指摘できる。本稿では独立社外取締役という文言を使用しておきたい。
 - (9) 大杉謙一「ガバナンス・コードに関する実務上の課題～グローバル対応の視点も含めて～」(コメント: 双日(株)法務部長守田達也) 国際取引法フォーラム報告(2018 年 7 月 28 日)。
 - (10) 米国では独立社外取締役が代表訴訟の防弾チョッキ(bulletproof)の機能を果たし、形式面の免責要因となってきた背景がある。
 - (11) 神田秀樹「コーポレートガバナンス・コードの改訂」資料版商事法務 No.412(2018 年 7 月号) 9-11 頁。
 - (12) 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の概要 2018 年 6 月に改訂された日本のコーポレートガバナンス・コードとの比較」BUSINESS LAWYERS 三菱 UFJ 信託銀行法務コンサルティング室(2018 年 9 月 12 日)。Financial Reporting Council, A UK Corporate Governance Code that is fit for the future, 16 July 2018, 1-15pp. CORPORATE GOVERNANCE REFORM, “The Government response to the green paper consultation”, August 2017, 26-27pp.

- (13) 江木聡「英国コーポレートガバナンス・コード改訂に見る「従業員重視」ニッセイ基礎研究所・年金ストラテジー (Vol.268) October2018 (2018年10月3日) 1-5頁参照。
宮垣淳一「雇用不安時代のコーポレートガバナンス—英国メイ首相「従業員代表を取締役に」」ニッセイ基礎研究所「研究員の眼」(2016年10月31日) 1-2頁。
- (14) 須磨美月「英国コーポレートガバナンス・コードと改訂の概要—日本企業は英国コーポレートガバナンス・コード改訂から何を学ぶべきか—」資料版商事法務414号(2018年9月) 24-53頁参照。
- (15) 上田亮子「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」月刊資本市場No.395(2018年7月) 24-34頁。
- (16) 環境省「ESG金融懇談会提言概要」(2018年7月27日) 1-4頁。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)「平成29年度ESG活動報告」(2018年8月13日) 1-34頁。
- (17) 土屋大輔「ESGリスクへの対応と企業価値向上～資本コストの低減に向けたESG対話とは～」日本証券アナリスト協会講演(2018年10月23日)。
- (18) 山田慎吾・伴聡志「コーポレートガバナンス・コード及びコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)の改訂—CEO・取締役会関連の改訂について—」西村あさひ法律事務所金融ニューズレター2018年11月号1-6頁。越智晋平「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」(CGSガイドライン)の改訂の解説[上]」商事法務No.2182(2018年11月15日) 4-14頁。
- (19) 取締役会は監督機関として機能しておらず、業務執行取締役と常勤監査役に善管注意義務違反を認めるが、有効に機能するために必要な情報が提供される体制になかった社外取締役、社外監査役には法的責任は認められないとする。「スルガ銀行 第三者委員会調査報告書」(2018年9月7日) 243-273頁。スルガ銀行は元会長ほか取締役経験者および専務執行役員9名に対して35億円の損害賠償訴訟を提起している。2018年11月13日日本経済新聞。かかる状況下で社外役員に法的責任を問えるかは別としても、目利きの能力を期待できなかったのか。日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(CGN)連絡会・意見交換会(2018年10月29日)討論。不正の兆候(Red Flag)を察知して警鐘を鳴らし、自ら情報提供を請求する姿勢などに関して議論は残ろうか。拙稿「新たな国際汚職行為防止法の考察—域外適用とRed Flag対処義務—」政経研究第50巻第3号(2014年3月15日) 609-654頁。
- (20) 2018年11月21日日本経済新聞。①2018年7月在宅起訴の三菱日立パワーシステムズに次ぐ2例目の司法取引による摘発である(同社は法人として刑事責任を免責)。②フランス政府が2014年4月フロランジュ法によるルノーへの議決権拡大・事実上の拒否権取得によりルノーを通じた経営干渉の構えをみせ、日産が対抗手段としてルノーとの株式相互保有に関する会社法308条適用を検討した経緯がある。ルノーから社外取締役が派遣されているが、トップが兼任されガバナンスが効きにくい構造といえようか。
- (21) 2018年9月末時点で社外取締役を置かない東証1部上場企業数は4社存在する。
- (22) Implementing enterprise risk management : from methods to applications, James Lam, 2017 Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, pp1-405. 拙稿「金融機関における新たな3つの防衛線とリスクガバナンスの実践—内部統制および内部監査ならびにFinTech関連法制を踏まえた組織法的考察—」日本法学第83巻第3号(2018年1月31日) 1-60頁。
- (23) Financial Reporting Council, Clear & Concise: Developments in Narrative Reporting, December 2015.
- (24) 小西範幸編著「リスク情報の統合開示—統合報告にみる新しい財務報告の視座」日本政策投資銀行設備投資研究所・経済経営研究第36巻第7号(2016年3月) 1-252頁。

- (25) Federal Reserve Board invites public comment on two proposals; corporate governance and rating system for large financial institutions, FRB Press Release, August 03, 2017. 竹下智「FRBによる大型金融機関のコーポレート・ガバナンスに関する提案—取締役会の実効性に関するガイダンス—」野村資本市場クォーターリー 2017Autumn1-8頁。
- (26) 田村俊夫「米国エンゲージメントの新潮流—何を話すか、誰と話すか—」日本証券アナリスト協会講演(2017年6月27日)。

[本稿は財団法人民事紛争処理研究基金の助成金に基づく研究成果である]

